

# 韓国デリバティブ市場の発展と資本市場改革



野村資本市場研究所 副主任研究員

林 宏美

## ■ 1. 施行から3年弱が経過した 韓国資本市場統合法

韓国では、我が国の金融商品取引法等をモデルとしたとされる「金融投資サービスおよび資本市場法（the Financial Investment Services and Capital Market Act：FSCMA）」（以下「資本市場統合法」）が2009年2月に施行されてから、間もなく丸3年を迎えようとしている。

### — <目次> —

1. 施行から3年弱が経過した  
韓国資本市場統合法
2. グローバルレベルでトップに躍り出た  
デリバティブの取引所取引
3. デリバティブ市場発展の背後にある  
主な要因
4. 資本市場統合法改正の動きと課題

資本市場統合法は、従来韓国の資本市場をそれぞれ規制してきた6本の業法（①証券取引法、②先物取引法、③証券および先物取引所法、④間接投資資産運用会社法、⑤信託法、⑥マーチャント・バンク法）を一本化した法律であり、金融機関の業態別規制体系である機関別規制から機能別規制への移行を意味したものである。その主な目的は、韓国資本市場における「ビッグバン」改革を支援し、ひいてはグローバル市場における韓国金融投資業界の競争力を強化することである。1997年のアジア金融危機後、韓国がIMFの管理体制に置かれたことを契機に、資本市場改革が急速に進んでいたにもかかわらず、金融機関の資産は2000年代半ばになっても依然として銀行が7割程度と圧倒的なシェアを占めており、証券会社や先物会社、資産運用会社の資産増加につながりにくかった事情も、資本市場統合法の施行に踏み切った大きな背景と見られる。

資本市場統合法の施行前は、例えば、証券会社、資産運用会社、先物会社といった業態が異なる金融機関が従事できる業務は、それぞれ別の法律で規定されていたことから、他の業態が従事する業務に参入する場合、改めて免許を取得するか、登録をするかのいずれかを行う必要があった。資本市場統合法の下では、銀行業および保険業を除く資本市場に関連するすべての業務が「金融投資業」に括りなおされ、金融投資業者（Financial Investment Company）が、一つの免許で、複数の金融投資業（Financial Investment Business）を営むことが可能になった。つまり、こうした改革によって、金融投資業者が多様な金融商品やサービスを機動的に提供しやすくなる結果、韓国の資本市場が活性化することが期待された。

実際、従来ブローカレッジ手数料収益への依存度が高かった韓国の証券業界からも、ラップアカウントの管理手数料収益が増加した会社や、投資銀行関連手数料（引受、財務アドバイザー業務など）のシェアが高まった会社が出現するなど、証券会社の収益多様化の兆しが見え始めている。また、2010年末の韓国株式市場の時価総額が約1,239兆ウォンとなり、年末値で過去最高を記録した2007年（約1,052兆ウォン）を上回るなど、2008年のリーマン・ショックから短期間に回復した。このうち、主に中小企業を対象とした株式市場であるKOSDAQを見ても、2003年～2008年まで二桁であったIPO件数が、2009年には

235件となった状況から、韓国における資本市場の活用が進展していることが窺われる。

## ■ 2. グローバルレベルで トップに躍り出た デリバティブの取引所取引

なかでも、韓国のデリバティブ市場は、グローバルに見ても、近年最も大きな発展を遂げた市場である。デリバティブ市場は、1996年5月、200の国内ブルーチップ銘柄で構成されるKOSPI200株価指数の先物商品（＝KOSPI200先物）が韓国証券取引所（KSE、当時）に上場した時点で端を発しており、その歴史は約15年間程度と長くない。それにもかかわらず、先物業協会（FIA）が実施した世界のデリバティブ取引所ランキング（先物・オプションの売買高ベース）で、韓国取引所（Korea Exchange Inc：KRX）は、2009年、2010年ともに、デリバティブ取引所として定評のある米国のCMEグループ（2位）や欧州のユーレックス（3位）を凌いで、世界第1位の座を占めるまでに急速に発展した（図表1）。ちなみに、先物取引のみで集計した2000年の先物取引所ランキングでは、韓国証券取引所（Korea Stock Exchange：KSE（当時））が16位、韓国先物取引所（Korea Futures Exchange、KOFEX（当時））が30位であった。また、同年における世界の先物・オプション取引高のランキングでは、KSEが4位、KOFEXが33位であった状況と比較すると、

(図表1) 世界のデリバティブ取引所ランキング (先物・オプションの取引高合計)

| 順位 | 取引所名                      | コントラクト数       |               |
|----|---------------------------|---------------|---------------|
|    |                           | 2009年         | 2010年         |
| 1  | 韓国取引所 (KRX)               | 3,102,891,777 | 3,748,861,401 |
| 2  | CMEグループ (CBOTおよびNymexを含む) | 2,589,555,745 | 3,080,492,118 |
| 3  | ユーレックス (ISEを含む)           | 2,647,406,849 | 2,642,092,726 |
| 4  | NYSEユーロネクスト               | 1,729,965,293 | 2,154,742,282 |
| 5  | インド・ナショナル証券取引所            | 918,507,122   | 1,615,788,910 |
| 6  | サンパウロ証券取引所                | 920,375,712   | 1,422,103,993 |
| 7  | CBOEグループ (CFEおよびC2を含む)    | 1,135,920,178 | 1,123,505,008 |
| 8  | ナスダックOMX                  | 815,545,867   | 1,099,437,223 |
| 9  | インド・マルチ商品取引所 (MCX-SXを含む)  | 385,447,281   | 1,081,813,643 |
| 10 | ロシア取引システム証券取引所            | 474,440,043   | 623,992,363   |
| 11 | 上海先物取引所                   | 434,864,068   | 621,898,215   |
| 12 | 鄭州商品取引所                   | 227,112,521   | 495,904,984   |
| 13 | 大連商品取引所                   | 416,782,261   | 403,167,751   |
| 14 | インターコンチネンタル取引所 (米英、カナダ含む) | 263,582,881   | 328,946,083   |
| 15 | 大阪証券取引所                   | 166,085,409   | 196,350,279   |
| 16 | JSE南アフリカ                  | 174,505,220   | 169,898,609   |
| 17 | 台湾先物取引所                   | 135,125,695   | 139,792,891   |
| 18 | 東京金融取引所                   | 83,678,044    | 121,210,404   |
| 19 | ロンドン金属取引所                 | 111,930,828   | 120,258,119   |
| 20 | 香港証券取引所                   | 98,538,258    | 116,054,377   |

(出所) FIA資料 (2011年3月) を基に野村資本市場研究所作成

(図表2) 世界のデリバティブ取引所ランキング (2000年)

〈先物の取引高〉

| 順位 | 取引所名                    |
|----|-------------------------|
| 1  | ユーレックス                  |
| 2  | CME                     |
| 3  | CBOT                    |
| 4  | LIFFE                   |
| 5  | NYMEX                   |
| 6  | サンパウロ証券取引所 (BM&F)       |
| 7  | パリ証券取引所                 |
| 8  | ロンドン金属取引所               |
| 9  | 東京工業品取引所                |
| 10 | ユーロネクスト・ブリュッセル・デリバティブ市場 |
| 16 | 韓国証券取引所 (KSE)           |
| 30 | 韓国先物取引所 (KOFEX)         |

〈先物・オプションの取引高〉

| 順位 | 取引所名              |
|----|-------------------|
| 1  | ユーレックス (※)        |
| 2  | CBOT              |
| 3  | CME               |
| 4  | 韓国証券取引所 (KSE)     |
| 5  | パリ証券取引所 (※)       |
| 6  | LIFFE (※)         |
| 7  | NYMEX             |
| 8  | サンパウロ証券取引所 (BM&F) |
| 9  | ロンドン金属取引所         |
| 10 | 東京工業品取引所          |
| 33 | 韓国先物取引所 (KOFEX)   |

(注) (※) がついた取引所の数字からは、個別株オプションが除かれている。

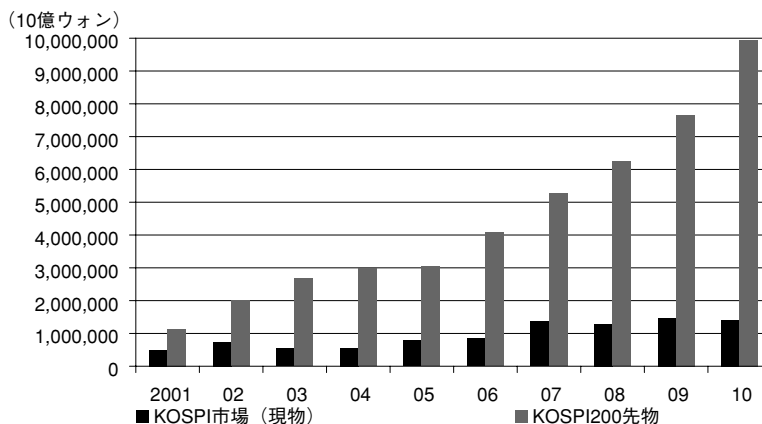
(出所) FIA資料 (2011年3月) を基に野村資本市場研究所作成

その躍進を窺うことができる (図表2)。

韓国のデリバティブ取引所市場の急速な発展は、同国のメイン・マーケットであるKOSPI市場 (現物市場) と主力商品の一つであるKOSPI200先物市場の売買代金を比較し

ても明らかである。具体的には、2001年にKOSPI市場の約2.3倍であったKOSPI200先物の売買代金が、2010年には約7.1倍となるなど、現物株市場と比較してデリバティブ市場において活発な取引が行われている (図表3)。

(図表3) KOSPI市場とKOSPI200先物における売買代金の推移



(出所) KRX資料を基に野村資本市場研究所作成

(図表4) 韓国取引所 (KRX) に上場しているデリバティブ商品リスト

| 種類 | 派生商品名         | ローンチした年 | 流動性   | 備考                                      |
|----|---------------|---------|-------|---|
| 株式 | KOSPI200先物    | 1996年   | 超高位   | 33のブルーチップ銘柄<br>KOSTARに連動<br>25のブルーチップ銘柄 |
|    | KOSPI200オプション | 1997年   | 超高位   |   |
|    | KOSDAQ50指数先物  | 1999年   | 上場廃止  |   |
|    | 個別株オプション      | 2002年   | 事実上なし |   |
|    | KOSDAQスター指数先物 | 2005年   | 低位    |   |
| 債券 | 個別株先物         | 2009年   | 中位    |   |
|    | KTB先物 (3年物)   | 1999年   | 高位    |   |
|    | KTB先物 (5年物)   | 2005年   | 低位    |   |
| 通貨 | KTB先物 (10年物)  | 2008年   | 低位    |   |
|    | 米ドル先物         | 1999年   | 中程度   |   |
| 商品 | 円先物、ユーロ先物     | 2006年   | 低位    |   |
|    | 金先物           | 1999年   | 低位    |   |
|    | 豚肉先物          | 2008年   | 低位    |   |
|    | ミニ金先物         | 2010年   | 低位    |   |

(注) 流動性に関する評価は、サムソン証券資料から引用。

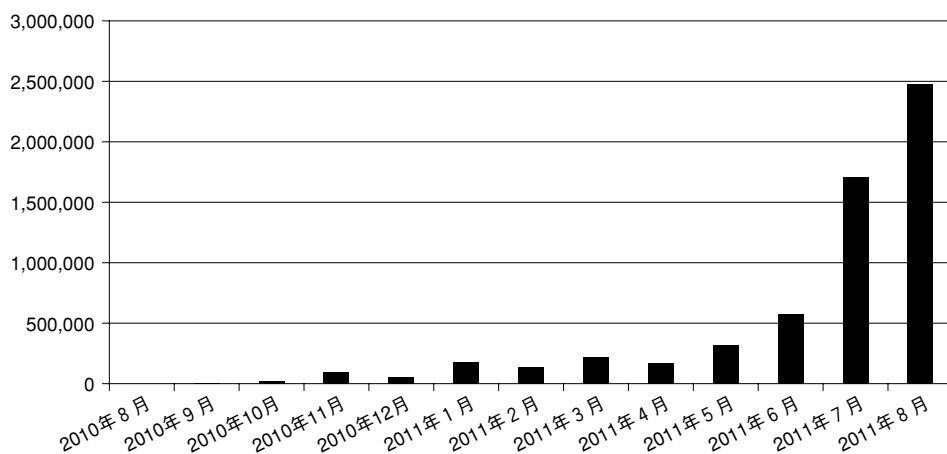
(出所) KRX、サムソン証券資料を基に野村資本市場研究所作成

KRXは、KOSPI200先物やKOSPI200オプションといった株式関連の派生商品に加えて、韓国国債先物を中心とした債券関連、米ドル先物といった通貨関連の派生商品など、その上場商品ラインアップを拡充してきた。2008年には豚肉先物、2010年にはミニ金先物を上場させるなど、コモディティ関連派生商

品にまで商品の幅を広げている (図表4)。

なかでも、KRXにおける売買の中心をなしている二大主力商品、KOSPI200先物およびKOSPI200オプションについては、CMEグループやユーレックスとの提携によって、KRXにおける取引終了後、欧米の取引時間帯でも取引できる環境を整える手当ても施し

(図表5) ユーレックスKOSPI商品の月間取引高の推移



ている。その結果、欧米の取引時間帯に、ユーレックスでKOSPI200オプション関連商品(=ユーレックスKOSPI商品<sup>(注1)</sup>)の売買が可能になった2010年8月30日から僅か1年間で、同商品の月間取引高は247万9,168コントラクトまで順調に拡大しており、CMEグループやユーレックスとの提携が、KOSPI200派生商品の売買高拡大に貢献している状況が窺われる(図表5)。また、日平均売買高も、2011年8月に10.8万コントラクトを記録するなど、初めて10万件の大台を超えた。

### 3. デリバティブ市場発展の背後にある主要因

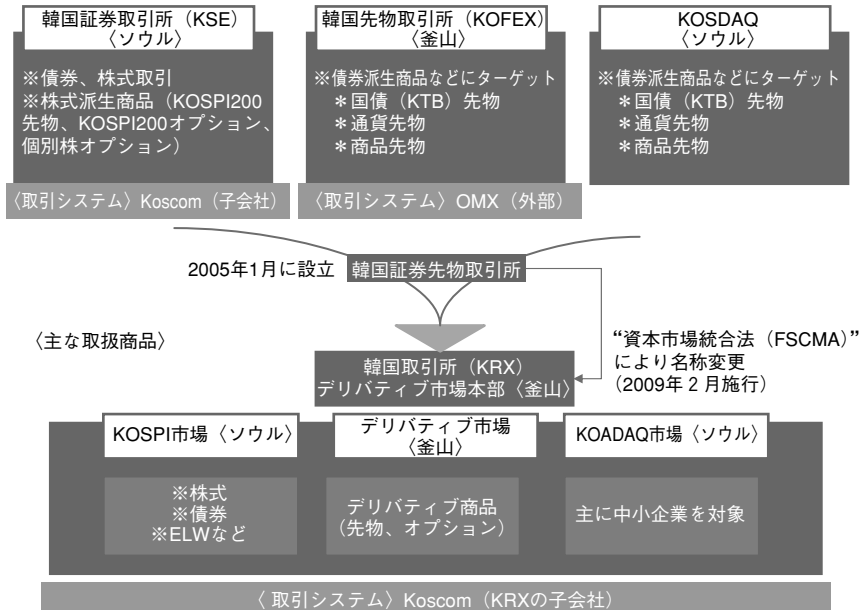
このように、韓国のデリバティブ市場が短期間に発展してきた背景としては、以下のような点を指摘することができる。

第一に、従来二つに分かれていた派生商品

市場を韓国証券先物取引所(現在のKRX)の傘下に集約した点が挙げられる(図表6)。2000年のFIAのランキングからも分かるように、韓国では、従来、KOSPI200先物、KOSPI200オプションを中心とした株式関連デリバティブ商品がソウルの韓国証券取引所(KSE)で、それ以外のデリバティブ商品(国債先物、通貨先物など)が釜山の韓国先物取引所(KOFEX)においてそれぞれ取引されていた。現在のように、韓国で唯一の取引所となったのは、2005年1月にKSEとKOFEX、KOSDAQ市場の三市場が統合され、韓国証券先物取引所が誕生してからである。その後、冒頭で触れた資本市場統合法のもとで、名称が現在の韓国取引所(KRX)に変更された。

そもそも、KOSPI200先物商品が導入された1996年時点では、韓国に先物取引所が存在しなかったこともあり、韓国政府は、2003年12月末までの期間に限り、KSEに株式指数関

(図表 6) 韓国の取引所市場の概要と経緯



(出所) 各種資料を基に野村資本市場研究所作成

連派生商品を上場させることを容認していた。その後1999年にKOFEXが設立されたものの、株式関連デリバティブ商品については引き続きKSEでの取引、国債先物、米ドル先物といった債券・通貨派生商品などについてはKOFEXにおいて、それぞれ取引される状況が続いた。

第二に、取引システムの統一化を指摘できる。従来、KSEが子会社であるKoscomの開発した取引システム、KOFEXがスウェーデンOMXの取引システムをそれぞれ用いていたが、デリバティブ市場が統合されたことを契機に、2007年8月には取引システムも一本化された。さらに、2009年3月には、KRXが、KOSPI市場、KOSDAQ市場およびデリ

バティブ市場の三つのシステムを統合し、先端技術を採用した次世代取引システムEXTUREを稼働させている。EXTUREでは、注文の受付、取引執行、取引結果の通知、日次ベースの決済データの計算などを含む、証券取引に必要なすべての機能がカバーされている。

第三に、韓国のデリバティブ取引において個人投資家が大きな役割を果たしている点が挙げられる。2011年年間の主要な上場デリバティブ商品における取引高を見ると、個別株式先物で約64%、KOSPI200先物およびKOSPI200オプションで3割超の取引を個人投資家が行っている(図表7)。特にKOSPI200先物およびKOSPI200オプションは、標準化された商品であるため、個人投資

(図表7) 韓国のデリバティブ市場における2011年年間の取引高～投資家別内訳

| 派生商品名         | 個人投資家 | 外国人  | 機関投資家 | 機関投資家 |      |      |     |
|---------------|-------|------|-------|-------|------|------|-----|
|               |       |      |       | 銀行    | 証券会社 | 投資信託 | その他 |
| KOSPI200先物    | 33.2  | 31.4 | 35.4  | 0.3   | 31.9 | 1.0  | 2.2 |
| KOSPI200オプション | 31.9  | 38.4 | 29.7  | 0.0   | 28.7 | 0.1  | 0.8 |
| 3年国債(KTB)先物   | 5.9   | 9.2  | 84.9  | 20.5  | 59.1 | 2.1  | 3.2 |
| 個別株式先物        | 64.2  | 17.4 | 18.4  | 0.0   | 10.1 | 0.3  | 8.0 |
| 米ドル先物         | 14.8  | 15.5 | 69.7  | 16.1  | 42.1 | 5.6  | 5.9 |

(出所) KRXウェブサイトを基に野村資本市場研究所作成

家が投資しやすい性質を持っている。このほかにも、個人投資家が積極的な投資性を有しており、やや投機的ともいえる投資に対しても大きな関心を持つ韓国の国民性を指摘する声もある(注2)。

なお、個人投資家による積極的なデリバティブ取引への参加の背景には、各証券会社が提供するオンライン証券取引システム「ホーム・トレーディング・システム(HTS)(注3)」が広く普及していることが挙げられる。韓国の家計におけるブロードバンド普及率が世界第1位の95%に達している(米国ストラテジー・アナリティックス社の2009年6月調査)こともあり、個人投資家が自宅から容易にデリバティブ取引に参加できる環境が整備されている。

第四に、KOSPI200先物およびKOSPI200オプションについては、導入当初から、一部の制約条件があったとはいえ、外国人が直接それぞれの商品に投資することを容認していた点が挙げられる。なお、KOSPI200先物、KOSPI200オプションが導入されてから間も

ない1998年5月には、外国人による投資規制は完全に撤廃されており、こうした投資環境の整備によって、株価指数関連派生商品を中心に、外国人が主要な投資主体としての役割を果たしている。

#### ■ 4. 資本市場統合法改正の動きと課題

以上見てきたように、韓国のデリバティブ取引市場は、グローバルに見ても目を見張る急成長を遂げてきている。

こうしたなかで、2011年には、資本市場統合法改正法案が公表されており、国際金融ハブを目指す韓国が、自国の資本市場のインフラ環境などを一段とグローバル・スタンダードに近づけようとする内容が盛り込まれている。

例えば、日米欧の先進国では、証券取引所を経由しない代替投資システム(ATS)が証券取引において大きな役割を担っている(注4)ものの、韓国では唯一の取引所である

KRX以外に、諸外国では主に証券会社などが運営するATSの設立、参入は認められていない。こうしたなかで、新たにATSひいては証券取引所の設立を認める免許制度を導入する内容が、改正法案に盛り込まれている点は、世界の資本市場の潮流を意識したものと捉えることができる。改正法案では、さらに、取引量など一定の水準を満たすATS運営会社は、証券取引所への転換を申請する道も拓かれるとされている。

また、上場企業が、現行の商法で発行を認められている「証券」<sup>(注5)</sup>に加えて、一定の条件が満たされると発行体の資本に転換されるコンティンジェント・キャピタルの発行、新株引受権の単独発行による資金調達手段も新たに利用できるようにすることで、直接金融の選択肢を拡大する内容も盛り込まれている。

一方で、不正取引慣行に対する規制を強化することで、公正な取引環境を整える内容も含まれている。とりわけ、株式連係証券(Equity Linked Securities: ELS)をはじめとした非上場証券或いはOTCデリバティブを用いた相場操縦は、原資産が上場証券である場合、刑事上の犯罪として罰せられることになる<sup>(注5)</sup>とされている。また、超短期で取引を繰り返すことで過度に呼び値に影響を与えるスキヤルピング(scalping)による市場の乱用については、行政上の制裁対象となり、課徴金が課されることもうたわれている。

官民が一体となって一連の資本市場改革を進めている韓国の動きは、2011年12月に閣議

決定された「日本再生の基本戦略」のもとで、金融資本市場の機能強化を推進しようとしている我が国にとっても参考になろう。

(注1) KOSPI200オプションに基づく日先物契約であり、毎取引日末時点で、ユーレックスにあるすべての建て玉はKRXに移管される。

(注2) 現地ヒアリング調査に基づく。

(注3) 1997年1月の証券取引法によって、証券会社がインターネットや携帯電話などによる電子媒体を用いて顧客の注文を受けることを認められたことで、1997年4月以降、オンライン取引システムであるホーム・トレーディング・システム(HTS)の導入が解禁された。1997年9月にローカレッジ手数料が自由化されたことを受けて、HTSは個人投資家の間に急速に普及していった。

(注4) 韓国金融委員会(FSC)は、米国では株式取引の42%がATS経由であると説明している。

(注5) 現行の商法では、上場企業が発行できる証券は、①社債、②転換社債、③新株予約権付社債、④参加型社債、⑤EB債、⑥デリバティブ連動債の6種類である、とされている。



林 宏美 (はやし ひろみ)

1995年慶應義塾大学経済学部卒。2005年ロンドン大学大学院修了。1995年4月、株式会社野村総合研究所入社。株式会社野村総合研究所ヨーロッパ、株式会社野村資本市場研究所ロンドン駐在員事務所、同ニューヨーク駐在員事務所勤務などを経て、2009年7月より現職。